

## روش‌های نوین تأمین مالی برای بهسازی بافت‌های فرسوده کلان شهرها

سیدمحسن موسوی<sup>۱\*</sup>، دکتر سمانه طریقی<sup>۲</sup>، دکتر عبدالله دریا بر<sup>۳</sup>

تاریخ پذیرش: ۹۸/۴/۱۵

تاریخ دریافت: ۹۸/۲/۱۸

### چکیده

نوسازی و بهسازی بافت‌های فرسوده در کلانشهرها سیاستی است که به عنوان اولویت اصلی و یا یکی از مهمترین برنامه‌های شهرداری‌های کلانشهرها تبدیل شده است. انتشار اوراق مشارکت شهرداری‌ها به‌عنوان برای تأمین مالی پروژه‌های نوسازی و بهسازی بافت‌های فرسوده، چند سالی است که از یک طرف، به‌دلیل اولاً نکول برخی شهرداری‌ها در بازپرداخت بدهی در سررسید و دوماً به دلیل ساختار اداری پیچیده و اطاله فرآیند انتشار این اوراق به دلیل تعیین ردیف بودجه دولت، فرآیند تصویب توسط شورای شهر، شهرداری، سازمان شهرداری‌ها، وزارت کشور، بانک مرکزی، شورای اقتصاد، مجلس و غیره، عملکرد کاملاً موفقی نداشته است که در سال‌های اخیر به جز مواردی استثنایی از جمله تأمین مالی خط مترو، رو به افول بوده است؛ از سوی دیگر، فقدان مکانیزمی مناسب برای طراحی ابزارهای نوین مالی که بتواند از یک طرف، موجب کاهش بوروکراسی‌های اداری پیچیده انتشار آن شود و از سوی دیگر، منابع قابل اتکایی را برای تأمین مالی این پروژه‌ها به‌وجود آورد، ضرورتی است که در این مقاله به بررسی آن پرداخته می‌شود.

در مقاله حاضر، ضمن ارائه الگوهای کلی تأمین مالی نوسازی بافت‌های فرسوده شهری شرح مختصری از نظام سپرده‌گذاری و اعطای تسهیلات و سپس فرآیند تشکیل صندوق سرمایه‌گذاری شهرداری و در نهایت، مدل اجرایی الگوی تبدیل دارایی‌ها به اوراق بهادار را به‌عنوان مکانیزم تأمین مالی نوین برای طراحی اوراق مشارکت بهسازی، با توجه به محدودیت‌های فقهی و مالیاتی آن بیان می‌کنیم.

**کلیدواژه‌ها:** تأمین مالی، بافت‌های فرسوده، تبدیل دارایی‌ها به اوراق بهادار، اوراق مشارکت بهسازی.

### مقدمه

در این بخش در انحصار سیستم بانکی و پولی کشور بوده که به دلیل محدودیت در منابع در اختیار این نهادها و وجود قوانین و مقررات متنوع، مشکلاتی را در اعطای تسهیلات، به‌ویژه برای فعالان بخش خصوصی، به‌وجود آورده است. در این بین، طراحی و به‌کارگیری نهادها و ابزارهایی که بتوانند با تجمع

بهسازی و نوسازی بافت‌های فرسوده در کلانشهر تهران و سایر کلانشهرها، همواره به‌عنوان یکی از دغدغه‌های اساسی شهرداری تهران، جایگاه ویژه‌ای داشته است. یکی از عوامل اساسی در عدم موفقیت در این زمینه، تأمین منابع مالی مورد نیاز در این بخش است. تاکنون تأمین منابع مورد نیاز

\*۱. کارشناس ارشد مدیریت مالی، دانشگاه شهید بهشتی،

sayedmohsen.mousavi@gmail.com

samanehtarighi@gmail.com

abdollah.dr@gmail.com

۲. دکتری اقتصاد، دانشگاه آزاد اسلامی - واحد علوم و تحقیقات،

۳. دکتری مدیریت مالی، دانشگاه آزاد اسلامی - واحد علوم و تحقیقات،

۲. دکتری مدیریت مالی، دانشگاه آزاد اسلامی - واحد علوم و تحقیقات،

می‌یابد. علی‌رغم اینکه بخش چشمگیری از بحران مالی امروز دنیا ناشی از استفاده از این ابزار مالی است، باید این نکته را متذکر شد که استفاده نامناسب از این ابزار باعث بحران شده است. در هر حال، این شیوه سال‌ها مورد استفاده قرار گرفته و مزیت‌های زیادی ایجاد کرده است.

بانک‌های ایران (چه خصوصی و چه دولتی)، می‌توانند سال‌ها این تسهیلات را بپردازند و از این طریق، اعطای تسهیلات خود را افزایش دهند و موهبت به‌سازی و نوسازی بافت‌های فرسوده در شهر تهران را فراهم کنند. به این ترتیب، در صورت استفاده مناسب از این ابزار، بحران‌های حاصل از این ابزار را می‌توانیم به حداقل برسانیم.

### امکان‌سنجی<sup>۳</sup> طرح بهسازی و نوسازی بافت‌های فرسوده

به‌طور کلی، لازمه شروع هر کسب و کاری، امکان‌سنجی کلی آن کسب و کار است. امکان‌سنجی هر کسب و کار، شامل سه مرحله است؛ این مراحل عبارت‌اند از:

۱. بررسی بازار (امکان‌سنجی بازار)
۲. بررسی تکنولوژیکی و فنی
۳. بررسی اقتصادی و مالی کسب و کار

از این رو، برای اجرای طرح‌های بهسازی و نوسازی بافت‌های فرسوده در شهر تهران، نیازمند تجزیه و تحلیل موارد بالا هستیم. به‌دلیل اینکه هدف ما در مقاله حاضر، امکان‌سنجی این طرح‌ها نیست، فرض بر این است که اجرای طرح‌های مزبور از سه جنبه بازار، تکنولوژیکی و فنی، و اقتصادی و مالی دارای توجیه است. این توجیه کلی را می‌توان به‌شکل زیر نشان داد:

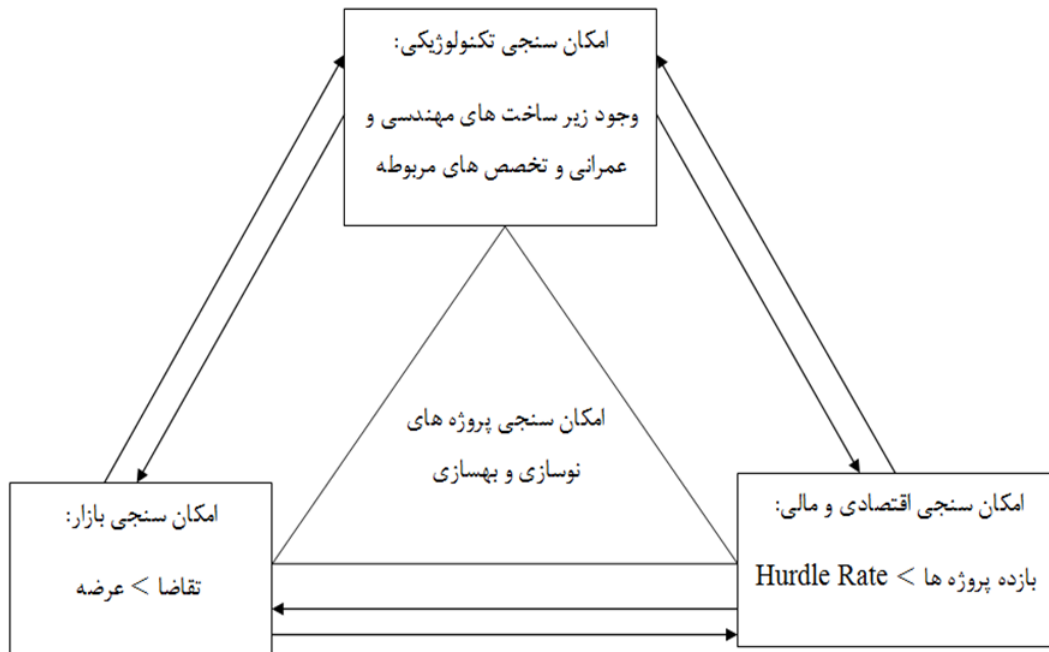
و هدایت کردن و تلفیق وجوه سرگردان جامعه به بخش‌های مولد و زیرساختی در این بخش کمک کنند، ضروری می‌نماید. صندوق‌های سرمایه‌گذاری شهرداری، از جمله نهادهای نوین مالی هستند که با کمک به به‌سازی و نوسازی بافت‌های فرسوده، ضمن فراهم کردن امکان مشارکت عمومی با سرمایه‌های کوچک در این بخش، به به‌سازی و نوسازی بافت‌های فرسوده در شهر تهران کمک شایان توجهی می‌کنند. همچنین، یکی از ابزارهای نوین مالی مورد استفاده برای تأمین مالی بانک‌ها و مؤسسات اعتباری برای اعطای وام و تسهیلات به شهرداری، استفاده از اوراق بهادار با پشتوانه وام شهرداری و بازار ثانویه اوراق به پشتوانه وام‌های پرداختی به شهرداری است. در این روش، بانک‌ها و مؤسسات اعتباری بسته‌ای از وام‌های اعطاشده به شهرداری خود را به یک نهاد مالی می‌فروشند (تزیل می‌کنند) و سپس این نهاد مالی برای تأمین مالی خود، اوراق بهادار به پشتوانه وام‌های شهرداری<sup>۱</sup> منتشر می‌کند.

بنابراین، بانک و یا مؤسسات اعتباری، وام مزبور را از ترازنامه خود خارج می‌کنند و وجه معادل ارزش فعلی اقساط آتی بسته وام را دریافت می‌دارند و مجدداً می‌توانند به شهرداری پرداخت کنند. هرچند وام‌های مزبور ممکن است از نوع وام‌های تجاری و یا ترکیبی از وام‌های تجاری و اعطاشده به شهرداری باشند، با این حال، ریسک اعتباری وام‌های شهرداری پایین‌تر است و عمده اوراق مشارکت به‌سازی<sup>۲</sup> منتشرشده دارای پشتوانه وام شهرداری هستند. اوراق مزبور، امکان تضمین از طریق نهادهای دولتی یا خصوصی معتبر را دارد و از این طریق، هزینه تأمین مالی از این شیوه نیز کاهش

1. Municipal Loan Back Security (MLBS)

2. Reform Participation Securities

3. Feasibility Study



نهادهای، ابزارها و بازارهای مالی به وجود آمد. با این توضیحات در این مقاله به بررسی مختصر الگوی نظام سپرده‌گذاری و اعطای تسهیلات می‌پردازیم و در ادامه، سه الگوی دیگر را که در ایران سابقه‌ای ندارند، تشریح می‌کنیم. همچنین، با توجه به اینکه بازار ثانویه اوراق مشارکت به‌سازی، بازاری برای اوراق بهادار با پشتوانه وام‌های پرداختی به شهرداری است، این دو الگو را با یکدیگر در نظر می‌گیریم.

### نظام سپرده‌گذاری و اعطای تسهیلات (بازار پول)

هدف اصلی بانک‌ها عبارت است از جمع‌آوری سپرده و پس‌اندازهای مردم که بدهی یا منابع بانک را تشکیل می‌دهد. بانک‌ها این منابع را به صورت تسهیلات اعطایی در اختیار متقاضیان وام، مانند صاحبان صنایع، کشاورزان و بازرگانان قرار می‌دهند. بنا به اقتضای مدیریت بانکداری، تمامی منابع بانکی، یعنی سپرده‌های جمع‌آوری شده را نمی‌توان در اختیار متقاضیان وام قرار داد؛ زیرا بانک باید پاسخگوی تقاضای

بنابراین، می‌بینیم که اجرای طرح‌های نوسازی و بهسازی در شهر تهران، نیازمند توجیه از هر سه جنبه مورد نظر در شکل بالا است.

### الگوهای تأمین مالی بخش بهسازی و نوسازی بافت‌های فرسوده شهرداری تهران

در حالت کلی، می‌توان سه الگوی کلی برای تأمین مالی بخش بهسازی و نوسازی بافت‌های فرسوده شهرداری مشخص کرد (سعیدی، ۱۳۸۸: ۲۳-۱۹):

۱. نظام سپرده‌گذاری و اعطای تسهیلات (بازار پول)،
  ۲. صندوق سرمایه‌گذاری شهرداری (بازار سرمایه)،
  ۳. تبدیل دارایی‌ها به اوراق بهادار (بازار سرمایه) و بازار ثانویه اوراق بهادار شهرداری (بازار سرمایه).<sup>۱</sup>
- همان‌طور که می‌دانیم، کشور ما تاکنون فقط از نظام سپرده‌گذاری برای تأمین مالی استفاده کرده است. با تصویب قانون بازار اوراق بهادار در سال ۱۳۸۴، بستر لازم برای تأسیس

۱. واژه‌های صندوق سرمایه‌گذاری شهرداری (Municipal Fund) و اوراق مشارکت به‌سازی (Reform Participation Securities) را پژوهشگر در این مقاله پیشنهاد کرده است. امید است دست‌اندرکاران بازار پول و سرمایه ایران برای ایجاد بسترهای لازم برای شروع فعالیت این صندوق‌ها در ایران اقدام کنند.

فروشنده‌گان این سهام، کمیسیون‌ها را به کارگزاران پرداخت می‌کنند و نسبت به پرداخت سایر هزینه‌های اضافی (مالیات، بورس، ...)، مشابه سایر اوراق بهادار اقدام می‌کنند. ارزش سهام شرکت‌های سرمایه‌گذاری با سرمایه ثابت ممکن است کمتر یا بیشتر از ارزش خالص دارایی‌های (NAV)<sup>۲</sup> آن به‌زای هر سهم باشد (هییتی و همکاران، ۱۳۸۷). نمونه داخلی صندوق سرمایه‌گذاری در به‌سازی و نوسازی بافت‌های فرسوده شهرداری در ایران با عنوان صندوق‌های زمین و ساختمان به تصویب سازمان بورس و اوراق بهادار رسیده است که تنها در بخش مسکن سرمایه‌گذاری می‌کنند.

صندوق زمین و ساختمان از مصادیق نهادهای مالی موضوع بند ۲۱ ماده یک قانون بازار اوراق بهادار است که با دریافت مجوز تأسیس از سازمان و اوراق بهادار و تحت نظارت همین سازمان فعالیت می‌کند. هدف از تشکیل این صندوق، جمع‌آوری وجوه از سرمایه‌گذاران و اختصاص آن به ساخت پروژه ساختمانی مشخص است. واحدهای ساختمانی مذکور، در پایان عمر صندوق (و یا طی دوره فعالیت صندوق به‌صورت پیش‌فروش) به فروش می‌روند و درنهایت، عواید ناشی از این فعالیت بین دارندگان واحدهای سرمایه‌گذاری در پایان عمر صندوق تقسیم می‌شود. این مؤسسات درواقع یک نوع نهاد سرمایه‌گذاری هستند که با اهداف خاص و با استفاده از مهندسی مالی برای تحقق اهداف زیر طراحی شده‌اند:

۱. فراهم کردن فرصت سرمایه‌گذاری در دارایی‌های واقعی (درمقابل دارایی‌های مالی، مانند سهام) برای سرمایه‌گذاران به‌گونه‌ای که از مزایای شرکت‌های سرمایه‌گذاری نیز بهره‌مند شوند. در حالی که شرکت‌های سرمایه‌گذاری عموماً در اوراق بهادار و دارایی‌های مالی سرمایه‌گذاری می‌کنند، نه در دارایی‌های واقعی، اما امکان سرمایه‌گذاری در دارایی‌های واقعی برای سرمایه‌گذاران صندوق به‌سازی و نوسازی بافت‌های فرسوده شهرداری وجود دارد.

۲. فراهم‌ساختن بستر مناسبی که سرمایه‌گذاران انفرادی

ناگهانی سپرده‌گذاران باشد. بنابراین، مقداری از سپرده‌ها باید به‌صورت نقد در صندوق بانک قرار گیرد. اما نگهداری نقدینگی زیاد در بانک به‌منزله پول را کد تلقی می‌شود و به زیان بانک خواهد بود. به این دلیل، مدیریت بانک باید سیاست‌گذاری صحیح در اعطای تسهیلات اتخاذ کند. بانک باید با رعایت اصول نقدینگی، منفعت، امنیت و نظارت منافع چهار گروه سپرده‌گذاران، صاحبان سرمایه، استفاده‌کنندگان از تسهیلات و دولت را مد نظر قرار دهد. (بهمنی و غفاری، ۱۳۸۵: ۳۵)

به این ترتیب، ملاحظه می‌کنیم که عمده بدهی‌های بانک (منابع بانکی)، از سپرده‌ها تشکیل می‌شود و عمده دارایی‌های بانک را وام‌های اعطایی به مشتریان تشکیل می‌دهند. باتوجه به این موارد، روشن است که بانک‌ها در کشورمان با محدودیت‌های جذب سپرده و اعطای وام مواجه هستند. از این رو، طراحی ابزار مالی جدید می‌تواند این مشکل را حل کند و بانک‌ها را در دادن وام‌های بیشتر در بخش به‌سازی و نوسازی بافت‌های فرسوده یاری کند. در ادامه مقاله حاضر، یکی از این ابزارها را توضیح خواهیم داد.

## صندوق سرمایه‌گذاری شهرداری<sup>۱</sup> (بازار سرمایه)

صندوق سرمایه‌گذاری شهرداری، شرکت سرمایه‌گذاری با سرمایه ثابت<sup>۲</sup> است که سرمایه‌گذاری‌های آن در زمینه به‌سازی و نوسازی بافت‌های فرسوده شهر تهران، بیش از سرمایه‌گذاری در سایر دارایی‌های مالی است. شرکت سرمایه‌گذاری با سرمایه ثابت، تعداد سهام منتشره ثابتی دارند و انتشار سهام جدید در آنها براساس قوانین و آیین‌نامه‌های بورس‌هایی است که اجازه معاملات سهام آنها را صادر کرده و مشابه شرکت‌های تولیدی با این نوع سهام نیز عمل می‌کنند. علت اصلی نامگذاری این نوع شرکت‌ها، به‌دلیل معاملات مشابه بر روی سهام آنها، همانند سهام سایر شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس‌های مختلف است. خریداران و

1. Municipal Fund

2. Closed-end Mutual Fund

3. Net Asset Value

## ارکان صندوق

### ۱. مجمع صندوق

این مجمع متشکل از سرمایه‌گذارانی است که مالک بیش از ۵٪ کل واحدهای سرمایه‌گذاری صندوق هستند. متولی صندوق نیز به نمایندگی از سایر سرمایه‌گذاران در مجمع صندوق حضور دارد و به‌میزان مجموع واحدهای سرمایه‌گذاری آنها حق رأی دارد. مهم‌ترین وظایف محوله به مجمع صندوق عبارت است از:

- الف - تعیین و یا تغییر سایر ارکان صندوق با تأیید سازمان بورس اوراق بهادار؛
  - ب - تصویب اسناد مزایده پیش‌فروش واحدهای ساختمانی و تصویب نمونه قراردادهایی که با پیش‌خریداران یا خریداران واحدهای ساختمانی منعقد می‌شود؛
  - ج - تصویب بودجه تبلیغات پیش‌فروش و فروش واحدهای ساختمانی پروژه و چگونگی مصرف آن؛
  - د - تصمیم‌گیری درباره انحلال صندوق، ...
- در صندوق سرمایه‌گذاری شهرداری، سرمایه‌گذاران افراد حقیقی و حقوقی دارنده واحدهای سرمایه‌گذاری در صندوق هستند.

### ۲. مدیران صندوق (مدیر سرمایه‌گذاری، مدیر ساخت،

#### مدیر ناظر)

برای تنظیم امور اجرایی و نظارتی صندوق، مدیریت صندوق به سه بخش تقسیم شده است. در رأس هرکدام از بخش‌های مذکور، یک شخصیت حقوقی متخصص در امور محوله با تأیید مقام ذی‌صلاح قرار گرفته است. لازم است که مشخصات مدیران صندوق پس از تأیید سازمان بورس اوراق بهادار در امیدنامه صندوق به اطلاع عموم رسانده شود. اهم وظایف و اختیارات آنها به شرح زیر آمده است:

#### الف - مدیر سرمایه‌گذاری

این شخص از بین نهادهای مالی و به تصویب مجمع

و کوچک بتوانند به‌سهولت در بخش بهسازی و نوسازی بافت‌های فرسوده شهرداری سرمایه‌گذاری کنند.

۳. فراهم‌شدن امکان مدیریت تخصصی در بخش بهسازی و نوسازی بافت‌های فرسوده شهرداری.

۴. طراحی ابزارهایی که ریسک سرمایه‌گذاری در بخش بهسازی و نوسازی بافت‌های فرسوده شهرداری را مدیریت کنند.

۵. فراهم‌کردن زمینه مشارکت بیشتر بخش خصوصی در رشد و توسعه اقتصادی.

۶. تنوع‌بخشیدن به ابزارها و امکانات مختلف سرمایه‌گذاری در بخش بهسازی و نوسازی بافت‌های فرسوده شهرداری، فراهم‌شدن امکان خرید و فروش دارایی‌های واقعی در بازار سهام.

به‌دلیل ویژگی‌های منحصر به فرد بهسازی و نوسازی بافت‌های فرسوده شهرداری، و همچنین، استفاده از این اموال به‌عنوان ابزار مناسب تنوع‌بخشی در پرتفوی، استقبال سرمایه‌گذاران به این بخش روزافزون شده است. سرمایه‌گذارانی که می‌خواهند استراتژی تنوع‌بخشی از طریق بهسازی و نوسازی بافت‌های فرسوده شهرداری را اجرا کنند، دو گزینه دارند:

۱. می‌توانند به‌طور مستقیم در بهسازی و نوسازی بافت‌های فرسوده شهرداری سرمایه‌گذاری کنند؛

۲. می‌توانند به‌طور غیرمستقیم و با خرید سهام صندوق‌های بهسازی و نوسازی بافت‌های فرسوده شهرداری، این استراتژی را اجرا کنند. از این منظر، صندوق‌های بهسازی و نوسازی بافت‌های فرسوده شهرداری به سرمایه‌گذاران شانس مشارکت در سود حاصل از سرمایه‌گذاری در مقیاس بزرگ در بخش بهسازی و نوسازی بافت‌های فرسوده شهر تهران را اعطا می‌کنند. با توجه به اهداف مذکور، می‌توان از این نهاد مالی در بخش تأمین مالی بهسازی و نوسازی بافت‌های فرسوده شهر تهران استفاده کرد و به این ترتیب، مشکلات مربوط به تأمین نقدینگی در این قسمت را کاهش داد. ارکان پیشنهادی این نهاد به شرح زیر است:

— اجرای پروژه رأساً یا از طریق عقد قرارداد با پیمانکاران  
ذی صلاح با تأیید هیئت مدیره، براساس طرح توجیهی پروژه  
و با رعایت مقررات ملی ساختمان؛

— ارائه صورت وضعیت‌های پیشرفت فیزیکی پروژه به  
مدیر ناظر و پیشرفت مالی پروژه به مدیر سرمایه‌گذاری در  
موعدهای مقرر در اساسنامه؛

— محاسبه ارزش‌های عملیاتی، محاسباتی و فروش پروژه  
و تسلیم مستندات مربوط، به مدیر سرمایه‌گذاری (شرکت  
تأمین سرمایه)؛

— همکاری با مدیر ناظر و متولی برای بازدید از مراحل  
اجرای پروژه.

### ج - مدیر ناظر (امین)

شخصیت حقوقی است که براساس قانون نظام مهندسی  
و کنترل ساختمان و آیین‌نامه‌ها و مقررات مربوط به این  
قانون، دارای پروانه اشتغال نظارت پایه یک است. مدیر ناظر  
در صندوق سرمایه‌گذاری شهرداری، در واقع امین صندوق  
است. امین صندوق می‌تواند از بین بانک‌ها یا مؤسسات پولی  
و اعتباری باشد. وظایف و مسئولیت‌های مدیر ناظر (امین  
صندوق) به تشریح در اساسنامه صندوق آمده است که  
مهم‌ترین آنها به شرح زیر است:

— تأیید طرح امکان‌سنجی پروژه، شامل نقشه‌ها، مراحل  
ساخت و درصدهای پیشرفت فیزیکی که انجام هر مرحله به  
پیشرفت فیزیکی کل پروژه می‌افزاید؛

— نظارت بر اجرای پروژه برای تطبیق با طرح توجیهی  
استانداردها و ارائه تذکرات لازم به مدیر ساخت (انبوه‌ساز)  
برای اصلاح انحرافات احتمالی و ارائه گزارش‌های لازم در  
این زمینه به مدیر سرمایه‌گذاری (شرکت تأمین سرمایه) و  
متولی.

— بررسی و تأیید صورت وضعیت‌های پیشرفت فیزیکی  
تهیه‌شده از سوی مدیر ساخت (انبوه‌ساز)، با انجام بازدیدهای  
لازم از پروژه؛

— بررسی و اظهار نظر درباره ارزش عملیاتی، محاسباتی و

صندوق و با تأیید سازمان بورس اوراق بهادار انتخاب  
می‌شود. در ایجاد صندوق سرمایه‌گذاری شهرداری می‌توان  
از شرکت‌های تأمین سرمایه موجود استفاده کرد که وظیفه  
اصلی این نهادها مالی، ارزش‌گذاری پروژه‌های به‌سازی و  
نوسازی انبوه‌سازان را برعهده دارد و براساس این ارزش‌ها،  
به قیمت‌گذاری واحدهای سرمایه‌گذاری صندوق می‌پردازد.  
وظایف و مسئولیت‌های شرکت تأمین سرمایه به‌عنوان مدیر  
سرمایه‌گذاری به تشریح در اساسنامه صندوق بیان شده، که  
مهم‌ترین آنها به شرح زیر است:

— انجام بخشی از مراحل صدور واحدهای سرمایه‌گذاری  
مطابق مفاد اساسنامه؛

— ثبت و نگهداری حساب هر سرمایه‌گذار و کلیه مدارک  
مثبتة مربوط به وقایع مالی صندوق؛

— بررسی صورت وضعیت‌های پیشرفت مالی پروژه و تأیید  
یا تعیین موارد نقص یا اشکال آنها براساس مفاد اساسنامه؛

— محاسبه خالص ارزش تمام‌شده، عملیاتی، محاسباتی و  
فروش واحدهای سرمایه‌گذاری در مواعد مقرر و ارائه آن به  
هیئت مدیره صندوق برای تصویب؛

— پیشنهاد ارائه افزایش سرمایه صندوق از طریق صدور  
واحدهای سرمایه‌گذاری جدید و ارائه آن به هیئت مدیره  
صندوق به همراه مدارک و مستندات مربوط، برای تصویب؛

— پاسخگویی به سؤالات متعارف سرمایه‌گذاران.

### ب - مدیر ساخت (انبوه‌ساز)

شخصیت حقوقی است که براساس قانون نظام مهندسی  
و کنترل ساختمان و آیین‌نامه‌ها و مقررات مربوط، دارای  
پروانه اشتغال به کار اجرای ساختمان در سطح پایه یک  
است. مدیر ساخت (انبوه‌ساز) صندوق سرمایه‌گذاری شهرداری  
انبوه‌ساز (انبوه‌سازان) طرف قرارداد سازمان نوسازی شهر  
تهران است. وظایف و مسئولیت‌های مدیر ساخت (انبوه‌ساز)  
به تشریح در اساسنامه صندوق آمده است که مهم‌ترین آنها  
به شرح زیر است:

— تهیه طرح امکان‌سنجی<sup>۱</sup> پروژه‌های نوسازی و به‌سازی؛

تأمین مالی کامل طبق طرح امکان‌سنجی پیش‌بینی شده است و موظف به خرید واحدهای سرمایه‌گذاری باقیمانده، پس از اتمام مهلت استفاده از حق تقدم درخواست واحدهای سرمایه‌گذاری جدید براساس اساسنامه است. این رکن در صندوق سرمایه‌گذاری شهرداری می‌تواند خود شرکت تأمین سرمایه منتشرکننده واحدهای سرمایه‌گذاری و یا شرکت تأمین سرمایه دیگری غیر از شرکت تأمین سرمایه منتشرکننده باشد. همچنین، این تعهد را می‌توان با تشکیل سندیکای پذیرهنویسی انجام داد.

#### ۵. بازارگردان صندوق

برای فراهم کردن تسهیلات نقدشوندگی واحدهای سرمایه‌گذاری صندوق و امکان خروج سرمایه‌گذاران، وظایف بازارگردانی به یک شخص حقوقی با تأیید سازمان بورس اوراق بهادار تهران و تصویب مجمع صندوق محول شده است. بازارگردان موظف است در صورت عدم پذیرش واحدهای سرمایه‌گذاری صندوق در بورس اوراق بهادار، در چارچوب تعیین شده در اساسنامه، بازارگردانی واحدهای سرمایه‌گذاری را انجام دهد. در صورت پذیرش واحدهای سرمایه‌گذاری صندوق در بورس اوراق بهادار، بازارگردانی واحدهای سرمایه‌گذاری صندوق براساس دستورالعمل بازارگردانی مصوب سازمان بورس اوراق بهادار، از سوی بازارگردان انجام می‌گیرد. این رکن در صندوق سرمایه‌گذاری شهرداری را می‌توان از بین شرکت‌های کارگزاری دارای مجوز بازارگردانی انتخاب کرد.

#### ۶. هیئت‌مدیره صندوق سرمایه‌گذاری شهرداری

از پنج نفر شخص حقیقی، شامل نمایندگان مدیر سرمایه‌گذاری (شرکت تأمین سرمایه)، مدیر ساخت (انبوه‌ساز)، مدیر ناظر (سازمان نوسازی شهر تهران)، متعهد پذیرهنویسی (شرکت تأمین سرمایه) و متولی (سازمان نوسازی شهر تهران) صندوق تشکیل می‌شود. افراد مذکور باید از بین اشخاصی انتخاب شوند که طبق قانون نظام مهندسی و کنترل ساختمان و آیین‌نامه‌های مربوط، دارای پروانه اشتغال به کار مهندسی پایه یک یا ارشد در رشته‌های معماری،

فروش پروژه که از سوی مدیر ساخت (انبوه‌ساز) محاسبه شده است؛

— انجام کلیه وظایفی که مطابق قانون نظام مهندسی و کنترل ساختمان و آیین‌نامه‌ها و مقررات مربوط، برعهده ناظر آن است.

#### ۳. متولی و حسابرس صندوق

برای نظارت مستمر بر فعالیت مدیران صندوق دو رکن متولی و حسابرس در اساسنامه پیش‌بینی شده است. این ارکان اجازه خرید واحدهای سرمایه‌گذاری صندوق را در مدت تصدی خود به این سمت‌ها نخواهند داشت و به همین منظور، پیش‌بینی شده است تا بتوانند به‌عنوان ناظران و نمایندگان سرمایه‌گذاران، فعالیت صندوق را کنترل کنند. متولی در صندوق سرمایه‌گذاری شهرداری، سازمان نوسازی شهر تهران است. همچنین، همان‌طور که در بالا ذکر شد، در همین چهارچوب مهم‌ترین وظایف و مسئولیت‌های متولی به شرح زیر است:

— بررسی و تأیید دستورات پرداخت مدیر سرمایه‌گذاری از محل دارایی‌های صندوق؛

— پیشنهاد عزل مدیر سرمایه‌گذاری (شرکت تأمین سرمایه)، مدیر ساخت، متعهد پذیرهنویس، بازارگردان و حسابرس صندوق و پیشنهاد جانشین آنها با ذکر دلایل مورد تأیید سازمان بورس اوراق بهادار به مجمع صندوق؛

— نظارت مستمر بر عملکرد دیگر ارکان به‌منظور حصول اطمینان از رعایت مقررات مربوط؛

— نظارت بر اجرای صحیح فرایند مزایده در موقع فروش یا پیش‌فروش واحدهای ساختمانی پروژه.

حسابرس نیز از بین یکی از مؤسسات حسابرسی معتمد سازمان بورس اوراق بهادار، به تصویب مجمع صندوق تعیین می‌شود و متعهد به انجام وظایف مربوط به حسابرسی و سایر وظایف محوله، طبق اساسنامه خواهد بود.

#### ۴. متعهد پذیرهنویس صندوق

شخصیتی حقوقی است که به‌منظور حصول اطمینان از

عمران و شهرسازی باشند! وظایف و مسئولیت‌های هیئت مدیره به تشریح در اساسنامه صندوق آمده است که مهم‌ترین آنها به شرح زیر است:

— تصویب خالص ارزش تمام‌شده، عملیاتی، محاسباتی و فروش واحدهای سرمایه‌گذاری صندوق با رعایت دستورالعمل مصوب سازمان بورس اوراق بهادار؛

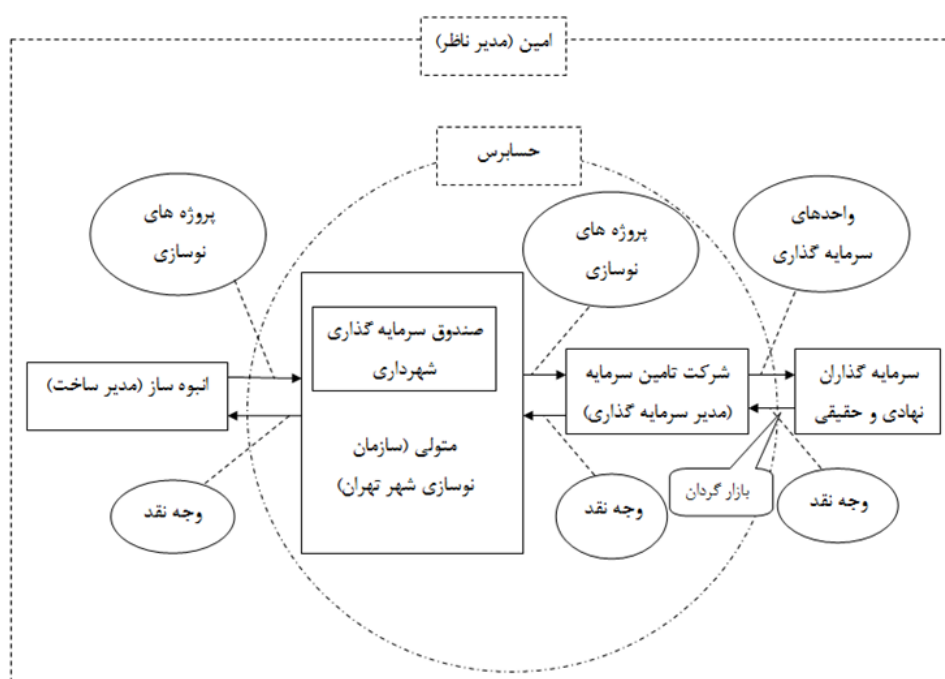
— تصویب مبلغ افزایش سرمایه مورد نیاز در هر مرحله برای پرداخت هزینه‌های اجرای پروژه و سایر هزینه‌های صندوق

باتوجه به طرح توجیهی و به پیشنهاد مدیر سرمایه‌گذاری؛

— اتخاذ تصمیمات لازم در فرایند مزایده فروش و پیش‌فروش واحدهای ساختمانی پروژه؛

— تصمیم‌گیری درباره تغییر هزینه‌ها یا زمان‌بندی اجرای پروژه در شرایط استثنایی به تقاضای مدیر ساخت (انبوه‌ساز).

به‌طور خلاصه، فرایند انتشار واحدهای سرمایه‌گذاری از طریق صندوق سرمایه‌گذاری شهرداری در شکل ۱ نشان داده شده است.



شکل ۱. فرایند تشکیل صندوق سرمایه‌گذاری شهرداری

مالی خرید انجام‌شده، اقدام به انتشار اوراق قرضه می‌کند. به این ترتیب، دارایی‌های مالی عملاً تبدیل به اوراق بهادار قابل معامله می‌شوند. براساس این روش، دارایی‌هایی که به صورت سنتی جزئی از ترازنامه به‌شمار می‌آیند، به اوراق بهادار قابل معامله تبدیل می‌شوند و به خارج از ترازنامه منتقل می‌شوند. تبدیل کردن دارایی‌ها به اوراق بهادار، یکی از ابزارهای جدید در عرصه تأمین منابع مالی و همزمان با آن، کاهش ریسک نهادهای مالی محسوب می‌شود. با استفاده از این ابزار، نهادهای مالی و غیرمالی می‌توانند پرتفوی از دارایی‌های با درآمد ثابت را بفروشند و در نتیجه، به منابع مالی ارزان‌تر و با ریسک کمتر، در مقایسه با استقراض مستقیم، دست

**تبدیل دارایی‌ها به اوراق بهادار (بازار سرمایه) و بازار ثانویه اوراق بهادار به پشتوانه وام‌های شهرداری (بازار سرمایه)**

تبدیل کردن دارایی‌ها به اوراق بهادار، سازوکاری است که از طریق آن، دارایی‌ها به سرمایه تبدیل می‌شوند. بنا به تعریف، تبدیل کردن دارایی‌ها به اوراق بهادار، فرایند سازمان‌یافته‌ای است که به‌موجب آن، منافع وام‌ها و دیگر مطالبات تعهدشده، به اوراق بهادار قابل معامله تبدیل می‌شوند. به عبارت دیگر، تبدیل به اوراق بهادار کردن، تکنیکی است که در آن، یک شرکت اقدام به فروش دارایی‌های مالی خود به یک شخصیت حقوقی جدید می‌کند و آن شخصیت حقوقی نیز برای تأمین



کنند. به عبارت دیگر، تبدیل کردن دارایی‌ها به اوراق بهادار، این توانایی را به مؤسسات مالی و بانک‌ها می‌دهد تا بدون افزایش سرمایه و یا جذب سپرده جدید، به مشتریان بیشتری خدمت‌رسانی کنند.

**۲. کاهش هزینه سرمایه:** تبدیل کردن دارایی‌ها به اوراق بهادار به مؤسسات مالی کمک می‌کند سرمایه‌های کم‌ارزش خود را از ترازنامه خارج سازند و به‌جای آن، سطح دارایی‌ها را افزایش دهند.

**۳. کاهش ریسک اعتباری و ریسک نقدینگی:** در حال حاضر، بسیاری از بازارهای سرمایه با از بین رفتن موانع، به سمت یکی شدن پیش می‌روند. در این میان، تمامی بخش‌های اقتصاد برای به دست آوردن سرمایه‌ای کاراً با هزینه تأمین مالی کم، در رقابت هستند. بانک‌ها و نهادهای مالی می‌توانند با استفاده از این فرایند، علاوه بر کاهش ریسک اعتباری و ریسک نقدینگی، اقدام به خلق پول کنند و قدرت اعطای تسهیلات خود را افزایش دهند.

**۴. پیشرفت تکنولوژی:** با افزایش پیشرفت تکنولوژی، تولید و به‌کارگیری اطلاعات، راحت‌تر و سریع‌تر شده است. این امر برای تجارت تبدیل کردن دارایی‌ها به اوراق بهادار، مزیت مهمی به حساب می‌آید. در حال حاضر، این امکان وجود دارد که بتوان اطلاعات اعتباری و نقدینگی مشتریان را به دست آورد. این اطلاعات به شرکت‌ها کمک می‌کند تا مجموعه‌ای از دارایی‌های خاص را از ترازنامه خود خارج کنند. باتوجه به موارد بالا و ایجاد شرایط لازم برای به‌کارگیری از این ابزار نوین مالی، می‌توان ابزاری طراحی کرد که در آن، وام‌های پرداختی به شهرداری پشتوانه اوراق بهاداری قرار گیرد که این اوراق، اوراق بهادار به پشتوانه وام‌های شهرداری نامیده می‌شود. با گسترش استفاده از اوراق بهادار با پشتوانه وام‌های شهرداری، این اوراق در بازار ثانویه نیز مورد داد و ستد قرار می‌گیرد. درواقع این بازار، بازار شهرداری ثانویه نامیده می‌شود.

پدیدآمدن بازار شهرداری ثانویه، سبب می‌شود بازار وام‌های شهرداری اولیه، یعنی وام‌دهی بلندمدت نیز به نوبه

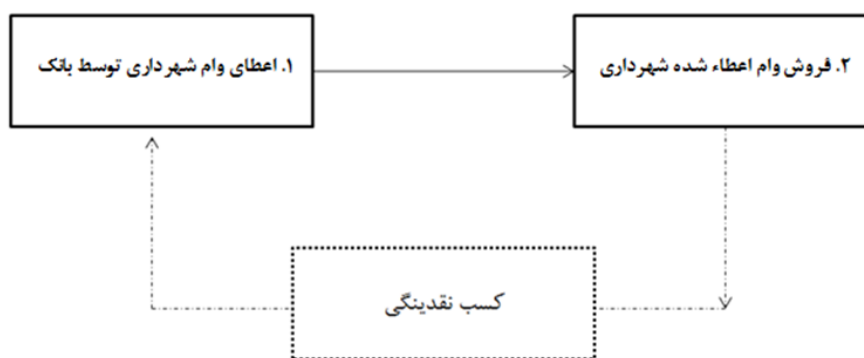
یابند. یکی از ابزارهای مالی مورد استفاده برای تأمین مالی بانک‌ها و مؤسسات اعتباری برای اعطای وام و تسهیلات به متقاضیان، به‌سازی و نوسازی بافت‌های فرسوده شهرداری، استفاده از اوراق بهادار با پشتوانه وام‌های شهرداری و بازار ثانویه اوراق بهادار به پشتوانه وام‌های شهرداری است.

## تاریخچه تبدیل کردن دارایی‌ها به اوراق بهادار

این نوآوری مالی برای نخستین بار در سال ۱۹۷۰ میلادی در امریکا آغاز شد. در آن زمان، افراد و سازمان‌ها به دلیل افزایش رقابت بین نهادهای مالی به دنبال روش‌های نوین تأمین مالی بودند و در همین راستا، تأمین مالی از طریق بانک را به تأمین مالی از طریق بازار سرمایه تبدیل کردند. از طرف دیگر، بانک‌ها نیز با این کار به دنبال کسب درآمد بیشتری بودند؛ یعنی علی‌رغم اینکه تأمین مالی از طریق وام‌های بانکی ارزان‌تر بود، بانک‌ها به امید جایگزینی کارمزد، درآمد و به دست آوردن سهم بیشتر از بازار، خود به عنوان محرک اصلی توسعه این بازار عمل می‌کردند. براساس آمار، تبدیل کردن دارایی‌ها به اوراق بهادار، طی سال‌های ۱۹۹۳ تا ۲۰۰۰، فقط در امریکا بیش از ۵۵ درصد رشد داشته است و بر همین اساس، میزان وام‌های رهنی تبدیل شده به اوراق بهادار از ۱/۲ هزار میلیارد دلار در سال ۱۹۹۳ به ۲/۳ هزار میلیارد در سال ۲۰۰۰ رسیده است. رشد تجارت تبدیل کردن دارایی‌ها به اوراق بهادار را می‌توان ناشی از چهار عامل زیر دانست:

**۱. وجود برخی محدودیت‌ها:** فشار نهادهای نظارتی بر مؤسسات مالی در زمینه نرخ کفایت سرمایه و ذخیره قانونی، موجب شد تا آنها مجبور شوند در قسمت‌های مطمئن و امن‌تری سرمایه‌گذاری کنند. این محدودیت‌ها برای مؤسسات مالی ایجاد هزینه می‌کند و ممکن است به صورت افزایش هزینه‌های مستقیم و یا کاهش حجم بازار آنها باشد. تبدیل کردن دارایی‌ها به اوراق بهادار، به مؤسسات و نهادهای مالی کمک می‌کند تا بتوانند دارایی‌های خود را به پول نقد تبدیل کنند و وجوه نقد به دست آمده را مجدداً سرمایه‌گذاری

سرمایه‌گذاری شده بانک‌ها در بازار وام‌های شهرداری اولیه از راه فروش وام‌های شهرداری اعطاشده به شهرداری است؛ تا بانک‌ها از این طریق بتوانند وام‌های شهرداری بیشتری بدهند. بازار شهرداری ثانویه با تجمیع و تهیه سبدی از وام‌های شهرداری و تضمین آنها، جذابیت انتشار اوراق بهادار با پشتوانه وام‌های شهرداری را افزایش می‌دهد. درحقیقت، بانک‌ها از راه این بازار، اوراق منتشره را به سرمایه‌گذاران گوناگون می‌فروشند و از منابع گردآوری شده، وام‌های جدیدی می‌دهند. این فرایند در شکل ۲ نشان داده شده است:



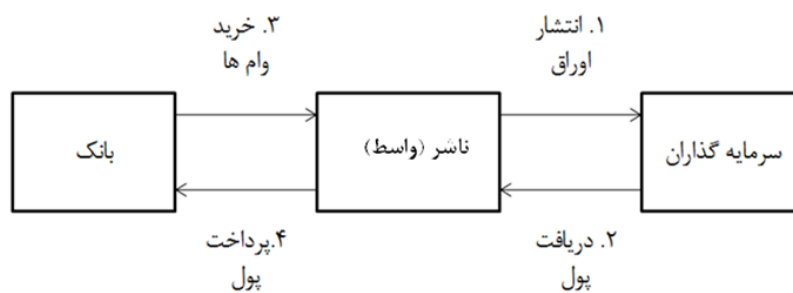
شکل ۲. فرایند کلی فروش وام‌های شهرداری

بدهی با پشتوانه دارایی اقدام می‌کند و آن را به عموم سرمایه‌گذاران عرضه می‌دارد. سپس واسط و جوهی را که از محل فروش اوراق بدهی به دست آورده است، بابت خرید دارایی‌های مالی به بانک پرداخت می‌کند. سرمایه‌گذارانی که اوراق بدهی با پشتوانه بدهی دارایی را خریداری کرده‌اند، از محل جریان‌های نقدی حاصل از دارایی‌های مالی (وام‌ها) بازدهی کسب می‌کنند. در شکل ۳، فرایند کلی تبدیل دارایی‌های بانک به اوراق بهادار ارائه شده است.

خود گسترش یابد و تأمین مالی بخش به‌سازی و نوسازی بافت‌های فرسوده راحت‌تر انجام پذیرد. درحقیقت، بازار شهرداری ثانویه ابزاری می‌شود تا بانک بتواند از طریق آن، منابعی را که صرف اعطای تسهیلات بخش به‌سازی و نوسازی بافت‌های فرسوده کرده است، آزاد، و به وجه نقد تبدیل کند و از این راه، قدرت وام‌دهی خود را در بخش به‌سازی و نوسازی بافت‌های فرسوده افزایش دهد. به عبارت دیگر، هدف از تشکیل بازار شهرداری ثانویه، تزریق نقدینگی کافی به بازار وام‌های شهرداری و آزادکردن وجوه

### فرایند انتشار اوراق بهادار با پشتوانه وام‌های شهرداری

به‌طور کلی، در فرایند تبدیل به دارایی‌ها (از جمله وام‌های شهرداری) به اوراق بهادار، شرکت یا نهادی که نیاز به تأمین مالی دارد به تأسیس شرکت واسط اقدام می‌کند. شرکت واسط برای اینکه وجوه لازم برای خرید دارایی‌های ذکر شده (وام‌های شهرداری) را فراهم کند، به انتشار اوراق



شکل ۳. فرایند کلی تبدیل دارایی‌های بانک به اوراق بهادار

شورای نگهبان نیز مطرح و به اکثریت آراء، با شرع و قانون اساسی مخالف شناخته نشده است، انجام می‌پذیرد. باتوجه به اینکه فقه امامیه (مشهور فقیهان شیعه)، قرارداد خرید دین را در اسناد دین واقعی (اسنادی که از معامله واقعی ناشی شده باشد) مجاز می‌داند، بنابراین می‌توان دین‌های حاصل از اعطای تسهیلات فروش اقساطی را به شخص دیگری فروخت. از طرف دیگر، براساس نظر شورای نگهبان موضوع تنزیل اسناد و اوراق تجاری (خرید دین) با موازین شرعی و قانون اساسی مغایر شناخته نشده است. بنابراین، فروش تسهیلاتی که در قالب فروش اقساطی اعطا شده است، از نظر فقهی مشکلی ندارد. نکته مهم دیگر، این است که چون مشهور فقیه شیعه، بیع دین به دین را صحیح نمی‌دانند، بنابراین اوراق بهادار باید به گونه‌ای طراحی شوند که چنین مسئله‌ای رخ ندهد. بر این اساس، شرکت واسط (ناشر) نمی‌تواند پیش از انتشار اوراق بهادار و جمع‌آوری وجوه به خرید نسبه دیون اقدام کند؛ بلکه باید پس از تعیین نوع، مقدار دیون، نرخ تنزیل و دیگر متغیرهای مؤثر، اوراق بهادار را منتشر کند و با وجوه حاصل از واگذاری اوراق بهادار به خرید دیون مورد نظر اقدام کند (کمیته تخصصی فقهی سازمان بورس و اوراق بهادار، ۱۳۸۶). چون دیون از عقد فروش اقساطی ناشی شده‌اند، بنابراین باید اسناد دارایی به واسط (ناشر) منتقل شود. از این رو، هنگامی که بانک این نوع تسهیلات را به ناشر (واسط) می‌فروشد، درحقیقت باید کل این اسناد را نیز به ناشر منتقل کند. بنابراین انتشار اوراق بهادار با پشتوانه تسهیلات شهرداری، باتوجه به شرایط ذکر شده از نظر شرعی بلامانع است.

### بعد مالیاتی اوراق بهادار به پشتوانه وام‌های شهرداری (اوراق مشارکت به‌سازی)

یکی از مهم‌ترین مؤلفه‌هایی که هنگام طراحی ابزار مالی باید به آن توجه کرد، قوانین و مسائل مالیاتی خاص هر کشور است. اوراق بهادار با پشتوانه تسهیلات در همان شکلی که در دنیا منتشر می‌شود، شامل سه مرحله است: مرحله نخست آن، فروش مطالبات به ناشر است. در این مرحله، چون فروشی

مواردی که در بالا بیان شد، همگی در بازار ثانویه یا همان بازار وام‌های شهرداری اتفاق می‌افتد. حال آنکه پیش از این باید به بازار اولیه وام نیز توجه داشت. درحقیقت، بانک پس از شناسایی مشتری و تجزیه و تحلیل ریسک اعتباری وی، به اعطای وام اقدام می‌کند و در سررسیدهای مقرر، اقساط خود را دریافت می‌کند. در مرحله بعد، بانک برای تأمین مالی، مطالبه‌های خود را به شرکت واسط می‌فروشد و وجه آن را مطابق با قوانین و مقررات از ناشر دریافت می‌کند. ناشر نیز اوراق بهاداری مبتنی بر این مطالبه‌ها را منتشر می‌کند و از این راه، ضمن تأمین مالی، سود حاصل از این فعالیت را در قالب کارمزدهای معینی دریافت می‌دارد.

### بعد فقهی اوراق بهادار به پشتوانه وام‌های شهرداری (اوراق مشارکت به‌سازی)

اگر به‌طور دقیق به فرایند انتشار اوراق بهادار با پشتوانه تسهیلات شهرداری توجه کنیم، مشاهده خواهیم کرد که درحقیقت، تسهیلات بانکی از طریق بانک به شرکت واسط (ناشر) منتقل می‌شود. این انتقال از طریق عقد فروش دین از طرف بانک و یا خرید دین از طرف واسط انجام می‌گیرد. خرید و فروش دین یکی از مسائل مهم فقهی است که مورد توجه بسیاری از فقیهان و اندیشمندان اسلامی قرار گرفته است. در صورتی که بیع دین به‌ویژه کمتر از قیمت اسمی به شخص ثالث (تنزیل) صحیح است، راهکار مهمی برای تأمین مالی در اختیار دولت‌ها و بنگاه‌های اقتصادی، به‌ویژه بانک‌ها قرار می‌گیرد. دولت و شرکت‌های خصوصی می‌توانند مطالبه‌های مدت‌دار خود از شرکت‌ها، مؤسسه‌ها، اشخاص حقیقی و حقوقی را عندالزوم در بازار به فروش برسانند و از این راه، نیازهای کوتاه‌مدت خود را با نقدینگی به‌دست‌آمده تأمین کنند. (موسویان، ۱۳۸۶: ۲۰۴)

عمده بحث دین، در حقوق ایران در تنزیل اسناد تجاری از طرف بانک‌ها مطرح است. در حال حاضر، عملیات مربوط به خرید دین بر مبنای آیین‌نامه موقت تنزیل اسناد و اوراق تجاری و مقررات اجرایی آن، که در جلسه مورخ ۱۳۶۱/۸/۲۶ شورای پول و اعتبار به تصویب رسیده است و متعاقباً در

محدودیت‌های فراوانی پدید می‌آورد. یکی از راهکارهای قابل استفاده برای حل مسائل مالیاتی این ابزار، استفاده از قانون اوراق مشارکت است؛ زیرا براساس بند ۵ ماده ۱۴۵ قانون مالیات‌های مستقیم، سود و جوازی متعلق به اوراق مشارکت از مالیات معاف است (قانون اوراق مشارکت، مصوب ۱۳۷۷ و اصلاحات پس از آن). این موضوع سبب شده است تا بتوان به کمک استفاده از سازوکار اوراق مشارکت، ابزار جدیدی طراحی کرد. به عبارت دیگر، باید نوعی از اوراق بهادار با پشتوانه تسهیلات شهرداری طراحی کرد که بتوان آن را با توجه به ملاحظه‌های فقهی و مالیاتی در قالب اوراق مشارکت منتشر کرد.

### اوراق مشارکت به‌سازی جایگزین اوراق بهادار با پشتوانه وام‌های شهرداری

اوراق مشارکت به‌سازی، درحقیقت، اوراق مشارکتی است که به‌منظور مشارکت در خرید تسهیلات شهرداری از سوی ناشر منتشر می‌شود. اوراق مشارکت به‌سازی را می‌توان بر سه نوع عقد مشارکت، عقد خرید دین و عقد وکالت مبتنی کرد. از آنجا که نرخ خرید دین، حق الوکاله و دیگر هزینه‌های انتشار و نظارت معین و مشخص است<sup>۱</sup>، بنابراین، اوراق مشارکت به‌سازی، اوراقی با سود ثابت است و سود آنها از پیش مشخص و معین است و براساس آن قیمت‌گذاری می‌شوند. تسهیلات شهرداری نیز عبارت است از تسهیلات بانکی مبتنی بر دارایی دینی با سررسید بیش از یک سال که به‌منظور خرید زمین و ساختمان اعطا شده است (قانون بازار اوراق بهادار، مصوب ۱۳۸۴).

در اوراق مشارکت به‌سازی، مانند اوراق بهادار با پشتوانه تسهیلات شهرداری، حق استفاده از منافع دارایی یا مجموعه‌ای از دارایی‌ها که به‌صورت فروش اقساطی به فردی واگذار شده است در برابر مبالغی خاص و در اقساطی معین از بانک به شخص دیگری منتقل می‌شود. از آنجا که اوراق مشارکت به‌سازی، اوراق بهاداری است که بیانگر مالکیت مشاع فرد است، می‌توان آن را در بازار ثانویه و به قیمتی که از سوی عامل‌های بازار تعیین می‌شود، معامله کرد. همان‌طور که ذکر

واقع شده است، مالیات نیز وجود خواهد داشت؛ اما از آنجا که فروش به کسر (به‌صورت تنزیل) انجام گرفته است و تسهیلات کمتر از قیمت اسمی به فروش رسیده‌اند، بنابراین، مالیات در این بخش صفر خواهد بود. مرحله دوم انتشار اوراق بهادار به پشتوانه شهرداری و جمع‌آوری وجوه، از آن راه است که این مرحله نیز مالیاتی در پی ندارد. مرحله سوم مربوط به پرداخت سود اوراق و معامله ثانویه این اوراق است.<sup>۱</sup>

براساس تبصره ۱ ماده ۱۴۳ قانون مالیات‌های مستقیم، مصوب ۱۳۸۰، از هر نقل و انتقال سهام و حق تقدم سهام شرکت‌ها در بورس و نیز دیگر اوراق بهاداری که در بورس معامله می‌شوند، مالیات مقطوعی به‌میزان نیم درصد ارزش فروش سهام و حق تقدم سهام مطالبه نخواهد شد (قانون مالیات‌های مستقیم، مصوب ۱۳۸۰). ملاحظه می‌شود که قانون‌گذار پس از ذکر عبارت مالیات مقطوعی به‌میزان نیم درصد ارزش فروش سهام و حق تقدم سهام، عبارت و دیگر اوراق بهادار را ذکر نکرده است که این موضوع سبب شده است تا در حال حاضر، سازمان امور مالیاتی از معامله دیگر انواع اوراق بهادار در بورس اوراق بهادار، مالیاتی به‌میزان ۲۵ درصد دریافت کنند. در حالی که به‌نظر می‌رسد منظور اصلی قانون‌گذار از آوردن عبارت «و دیگر اوراق بهادار» در ابتدای تبصره، مالیات نیم درصدی برای تمامی اوراق بهادار بوده است. در حال حاضر، اگر غیر از سهم و حق تقدم، ورقه دیگری معامله شود، مالیات مقطوعی به نرخ ۲۵ درصد دریافت خواهد شد. بنابراین، از دیدگاه مالیاتی، انتشار اوراق بهادار به پشتوانه وام‌های شهرداری دو نوع مالیات خواهد داشت:

۱. مالیات بر سود پرداختی به دارندگان اوراق؛

۲. مالیات بر معامله ثانویه اوراق.

به‌علت وجود محدودیت‌های مالیاتی مذکور، حتی در صورت طراحی ابزار مالی جدید، نقل و انتقال آن با مالیات فراوانی همراه خواهد بود. به بیان دیگر، هرچند انتشار اوراق بهادار با پشتوانه تسهیلات شهرداری از بعدهای فقهی، حقوقی و مالی با مشکلاتی مواجه نیست، بعد مالیاتی این ابزار

۱. شایان ذکر است براساس مدل عملیاتی که در دنیا استفاده می‌شود، می‌توان ابتدا اوراق منتشر کرد و سپس تسهیلات را خریداری کرد؛ و برعکس.

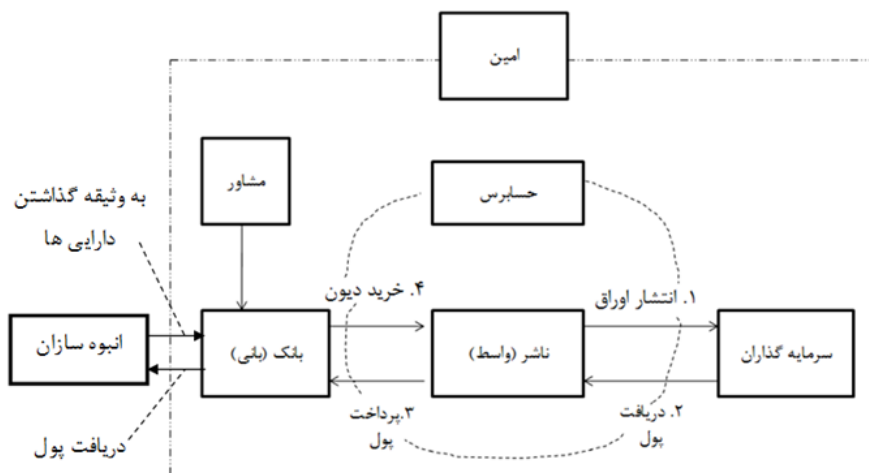
۲. به این بیان که صاحبان اوراق می‌دانند اگر اوراق را نگهداری کنند، در پایان دوره چه مقدار سود به‌دست می‌آورند.

ناشر به وکالت از طرف خریداران اوراق، صرفاً مجاز به خرید طلب‌های ناشی از تسهیلات شهرداری از بانی است. به عبارت دیگر، خریداران اوراق، وجوه خود را داختر ناشر می‌گذارند و به ناشر وکالت می‌دهند منابع آنها را به صورت مشاع به خرید دیون اختصاص دهد. در طرف مقابل، بانک‌ها نیز بخشی از طلب‌های (تسهیلات فروش اقساطی) مدت‌دار خود را که در برابر آنها اسناد ملکی به رهن گرفته‌اند، به ناشر می‌فروشند (تنزیل می‌کنند) و منابع حاصل از فروش این تسهیلات را به اعطای تسهیلات جدید به انبوه‌سازان اختصاص می‌دهند. تسهیلات فروش اقساطی در این ابزار مالی محدود به تسهیلات شهرداری است که دوره بازپرداخت به نسبت فراوانی را در پی دارند. برای مثال، بانک A بخشی از مطالبات حاصل از اعطای تسهیلات فروش اقساطی به‌سازی و نوسازی بافت‌های فرسوده خود که در برابر آنها وثیقه‌های ملکی (سرمایه‌گذاری‌ها یا دارایی‌های انبوه‌سازان) را به وثیقه گذاشته شده است، به شرکت تأمین سرمایه (واسط) می‌فروشد و منابع حاصل از آن را مجدداً در بخش به‌سازی و نوسازی بافت‌های فرسوده سرمایه‌گذاری می‌کند (اعطای وام مجدد). مدل عملیاتی انتشار اوراق مشارکت به‌سازی به صورت شکل ۴ خواهد بود:

شد، در این نوع از اوراق مشارکت، افراد در خرید دین با یکدیگر مشارکت می‌کنند. مشارکت در خرید دین را می‌توان به صورت خدمتی تلقی کرد؛ از این رو می‌توان آن را مشمول ماده ۱ قانون اوراق مشارکت دانست.

اوراق مشارکت به‌سازی، در حقیقت، اوراق مشارکتی است که به منظور مشارکت در خرید تسهیلات شهرداری از سوی ناشر (واسط) منتشر می‌شود. ناشر (واسط)، هر شخص حقوقی است که اوراق مشارکت به‌سازی را به نام خود منتشر می‌کند. در این نوع از اوراق مشارکت، ناشر به طور معمول، شرکت تأمین سرمایه (بانک سرمایه‌گذاری)<sup>۱</sup> است. بانک‌ها، لیزینگ‌ها و مؤسسه‌های مالی و اعتباری غیربانکی تحت نظارت بانک مرکزی که تسهیلاتی را در قالب عقد فروش اقساطی واگذار کرده‌اند، می‌توانند از این روش برای تأمین مالی خود استفاده کنند. به اشخاص حقوقی که از این راه به تأمین مالی اقدام می‌کنند، در اصطلاح «بانی»<sup>۲</sup> گفته می‌شود.

فرایند عملیاتی انتشار اوراق بهادار به این گونه است که ابتدا ناشر به جمع‌آوری وجوه نقد از مردم اقدام می‌کند و از طرف آنان، خرید دین را انجام می‌دهد. با فروش اوراق، رابطه وکیل و موکل بین ناشر و خریدار اوراق بهادار محقق می‌شود.

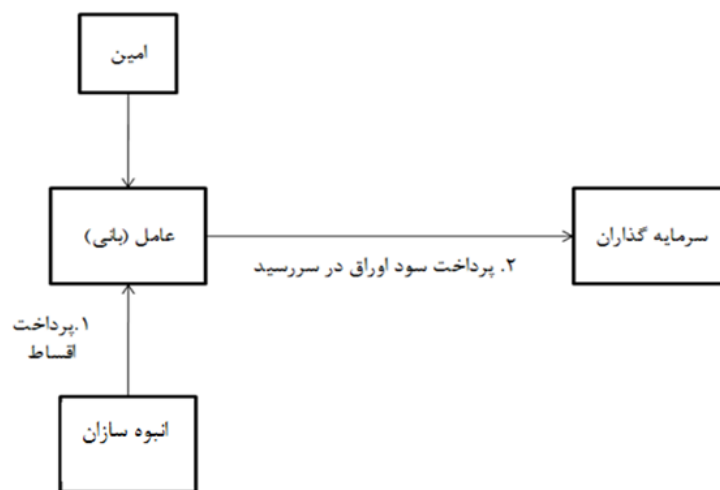


شکل ۴. مدل عملیاتی انتشار اوراق مشارکت به‌سازی

محدودیت قانونی، قراردادی یا قضایی برای انتقال تسهیلات شهرداری، منافع و حقوق ناشی از آن را برعهده دارد.

۳. **امین:** امین، شخص حقوقی است که وظیفه حفظ منافع دارندگان اوراق را برعهده دارد و تمامی مبادله‌های مالی مربوط به اوراق، با نظارت و اجازه وی صورت می‌گیرد. امین باید از میان بانک‌ها، مؤسسه‌های مالی و اعتباری غیربانکی تحت نظارت بانک مرکزی یا شرکت تأمین سرمایه تحت نظارت سازمان بورس و اوراق بهادار انتخاب شود؛ در این فرایند، بانک شهر می‌تواند به‌عنوان امین فعالیت کند.

۴. **عامل:** عامل بانک یا مؤسسه مالی اعتباری غیربانکی، تحت نظارت بانک مرکزی است که از طرف ناشر درباره اصل و فرع تسهیلات شهرداری که از طریق گیرندگان تسهیلات پرداخت می‌شود و نیز به پرداخت اصل و سود اوراق در سررسیدهای معین طبق قرارداد عاملیت مبادرت می‌ورزد. در شکل ۴، این فرایند نشان داده شده است.



شکل ۵. فرایند دریافت سود اوراق مشارکت به‌سازی

اصل و سود اوراق مشارکت به‌سازی را نیز پرداخت کند. البته چون وظیفه عاملیت را خود بانک (بانی) برعهده دارد<sup>۴</sup>، بنابراین، مشکلی برای گیرندگان تسهیلات (پرداخت‌کنندگان اقساط) و

همان‌طور که در شکل ۴ نشان داده شده است، انتشار این نوع از اوراق مشارکت به‌سازی، مستلزم وجود هفت رکن، یعنی بانی، واسط (ناشر)، امین، عامل، ضامن، حسابرس و شرکت تأمین سرمایه است.<sup>۱</sup>

۱. **بانی:** بانک، لیزینگ و مؤسسه مالی و اعتباری غیربانکی تحت نظارت بانک مرکزی است که مطالبات ناشی از تسهیلات شهرداری خود را به ناشر می‌فروشد؛ نکته قابل ذکر در اینجا، این است که بانک ریسک نکول انبوه‌ساز را به سرمایه‌گذاران منتقل می‌کند و در نتیجه، متحمل ریسک قابل توجهی نخواهد بود و بنابراین، دلیلی ندارد که از بابت وام‌دهی بیشتر به انبوه‌سازان اجتناب کند.

۲. **واسط (ناشر):** شخص حقوقی است که اوراق بهادار را به نام خود منتشر می‌کند. این واسط در این فرایند می‌تواند شرکت تأمین سرمایه باشد. شرکت تأمین سرمایه وظیفه برآورد ارزش تسهیلات شهرداری<sup>۲</sup> و بررسی نبود مانع یا

به عبارت دیگر، اشخاصی که پیش از این تسهیلات شهرداری دریافت کرده‌اند، باید اقساط خود را به عامل پرداخت کنند. از طرف دیگر، عامل وظیفه دارد در سررسیدهای معین،

۱. نقش شرکت تأمین سرمایه در این فرایند، انتشار اوراق مشارکت به‌سازی برای بانی است.

۲. وام‌های دریافتی انبوه‌سازان.

3. Trustee

۴. در صورتی که بانی به‌جای بانک لیزینگ یا نهاد مالی دیگری باشد، در این صورت، عامل نمی‌تواند خود مؤسسه لیزینگ باشد و باید در این مورد، عامل انتخاب شود و قرارداد عاملیت منعقد شود.

می‌شوند. اما در عمل برای انتشار اوراق مشارکت بهسازی، وجود حداقل ۴ نهاد مالی ضروری است که عبارت‌اند از: بانی، ناشر (شرکت تأمین سرمایه)، امین، حسابرس (سعیدی، ۱۳۸۸: ۲۳-۱۹). درحقیقت، بعضی از نهادها می‌توانند نقش چند رکن را همزمان بپذیرند و وظایف آنها را انجام دهند. بنابراین، فرایند عملیاتی انتشار اوراق مشارکت بهسازی به صورت شکل ۴ خواهد بود.

براساس این مدل، ناشر (واسط) برای انتشار اوراق بهادار می‌تواند به صورت مستقیم (به عنوان شرکت تأمین سرمایه) به پذیرهنویسی اوراق مشارکت بهسازی اقدام کند یا اینکه از خدمات شرکت تأمین سرمایه استفاده کند.<sup>۱</sup> براساس بند ۲۸ ماده ۱ قانون بازار اوراق بهادار، پذیرهنویسی<sup>۲</sup> عبارت است از فرایند خرید اوراق بهادار از ناشر یا نماینده قانونی آن و تعهد پرداخت وجه کامل آن طبق قرارداد (قانون بازار اوراق بهادار، مصوب ۱۳۸۴). در حالت کلی، دو نوع پذیرهنویسی وجود دارد:

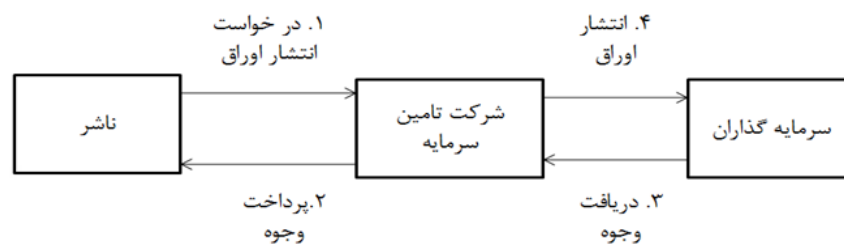
۱. **تعهد پذیرهنویسی**<sup>۳</sup>: براساس بند ۲۹ ماده ۱ قانون بازار اوراق بهادار، تعهد پذیرهنویسی عبارت است از تعهد شخص ثالث برای خرید اوراق بهاداری که ظرف مهلت پذیرهنویسی به فروش نرسد (همان). به بیان دیگر، در صورتی که ناشر از شرکت تأمین سرمایه درخواست عرضه اوراق به صورت تعهد پذیرهنویسی کند، اطمینان می‌یابد که پس از مدت مشخصی (برای مثال ۳۰ روز)، تمامی اوراق مشارکت بهسازی وی به فروش می‌رسد. فرایند عملیاتی انتشار اوراق از این روش به صورت شکل ۶ است.

دریافت کنندگان سود اوراق مشارکت بهسازی (دارندگان اوراق) پدید نخواهد آمد.

۵. **ضامن**: رکن پنجم اوراق مشارکت بهسازی، ضامن است. ضامن، شخص حقوقی است که بازپرداخت اصل و سود متعلق به اوراق بهادار را در سررسیدهای مقرر تعهد و تضمین می‌کند. وجود ضامن به اختیار ناشر است؛ اما در صورت عدم وجود ضامن، وظایف وی به امین منتقل می‌شود. البته چون اوراق از نوع مشارکت است و در قانون نحوه انتشار اوراق مشارکت ذکر شده است که ناشر باید تضمین‌های کافی را برای ضمانت سود دارندگان اوراق قرار دهد (قانون بازار اوراق بهادار، مصوب ۱۳۸۴)؛ بنابراین، در این نوع خاص از اوراق مشارکت نیز باید ناشر وثیقه‌های لازم را در اختیار امین قرار دهد. این ویژگی سبب می‌شود تا اوراق مشارکت بهسازی، مانند اوراق بهادار با پشتوانه وام‌های شهرداری، تعهد و تضمین شود.

۶. **حسابرس**: حسابرس موظف است درباره مصرف وجوه، نگهداری حساب‌ها و میزان وصول تسهیلات شهرداری، رسیدگی و اظهار نظر کند و گزارش‌های مربوط را هر شش ماه یک بار به سازمان بورس و اوراق بهادار، امین و ضامن ارائه دهد. همچنین، وی مکلف است درباره رعایت مقررات و ضوابط حاکم بر عملکرد ناشر در ارتباط با اوراق منتشره، رسیدگی و اظهار نظر کند و گزارش‌های مربوط را به سازمان ارائه دهد.

موارد مذکور از ارکان اوراق مشارکت بهسازی شمرده



شکل ۶. فرایند انتشار اوراق مشارکت بهسازی از روش تعهد پذیرهنویسی

۱. این موضوع در صورتی صحت خواهد داشت که واسط (SPV)، نهادی غیر از شرکت تأمین سرمایه باشد.

2. Underwriting

3. Firm Commitment

۱. افزایش نقدینگی: با تبدیل دارایی‌ها (تسهیلات در بانک) به اوراق بهادار، درآمدهای آتی به حال تبدیل می‌شوند؛ بنابراین بانک می‌تواند مبالغ فراوانی را به صورت نقد به دست آورد. بر این اساس، حتی فروش تسهیلات با تخفیف نیز سبب می‌شود حجم بزرگی از پرداخت‌های نقدی عاید بانک شود. این افزایش نقدینگی نه تنها باعث بهبود نسبت‌های مالی، مانند کفایت سرمایه می‌شود، بلکه از اضافه برداشت‌های احتمالی از بانک مرکزی که نرخ سود بالایی دارند، جلوگیری می‌کند.

۲. بهبود مدیریت ریسک: در روش‌های کلاسیک، نهاد تسهیلات‌دهنده (بانک)، ریسک اعتباری را می‌پذیرفت، زمان بازپرداخت اقساط را مشخص می‌کرد و جمع‌آوری اصل و فرع تسهیلات را برعهده داشت. اما در صورت انتشار اوراق مشارکت به‌سازی، بانک تمامی یا بخشی از این فرایند و ریسک‌های موجود در آن را به افراد دیگری (واسط و سرمایه‌گذاران) منتقل می‌کند.

۳. افزایش در تنوع منابع تأمین مالی: بانک از این راه می‌تواند برای تأمین مالی به بازارهای جدیدی دست یابد و خود را صرفاً محدود به سپرده‌های افراد نکند.

۴. افزایش ثروت سهامداران: انتشار این گونه اوراق، سبب افزایش ارزش افزوده سهامداران می‌شود، چون وجوه حاصل به‌طور عمده صرف سرمایه‌گذاری در پروژه‌هایی با ارزش فعلی خالص مثبت<sup>۲</sup> می‌شود. به عبارت دیگر، می‌توان وجوه حاصل را به طرح‌هایی با سودآوری بیشتر تخصیص داد و از این راه، ثروت سهامداران بانک‌ها افزایش می‌یابد.

۵. افزایش رفاه جامعه: باتوجه به اینکه هدف اصلی طراحی اوراق مشارکت به‌سازی، تأمین مالی شهرداری است، می‌توان به سادگی دریافت که در صورتی که وجوه حاصل از انتشار اوراق مشارکت به‌سازی، به‌طور صحیح در بخش به‌سازی و نوسازی بافت‌های فرسوده سرمایه‌گذاری شود، شهرداری مشکل بافت‌های فرسوده را نخواهد داشت.

مراحل این فرایند به صورت زیر است:

الف - ناشر درخواست انتشار اوراق را از شیوه تعهد پذیرهنویسی به شرکت تأمین سرمایه می‌دهد؛

ب - شرکت تأمین سرمایه مبلغی معادل کل ارزش اوراق مشارکت به‌سازی را به حساب ناشر واریز می‌کند؛

ج - شرکت تأمین سرمایه اقدام به انتشار اوراق بهادار به قیمت دلخواه می‌کند.

۲. بهترین کوشش<sup>۱</sup>: در صورتی که پذیرهنویسی به صورت بهترین کوشش باشد، شرکت تأمین سرمایه اوراق مشارکت به‌سازی را قیمت‌گذاری می‌کند و آنها را می‌فروشد. در صورت استفاده از این روش، ممکن است برخی از اوراق بهادار به فروش نرسند (پی‌نو، ۱۳۷۶). فرایند عملیاتی انتشار اوراق از این روش به صورت زیر است:

الف - ناشر درخواست انتشار اوراق از راه بهترین کوشش را به شرکت تأمین سرمایه می‌دهد؛

ب - شرکت تأمین سرمایه، اوراق مشارکت به‌سازی را به فروش می‌رساند.

پس از انتشار اوراق مشارکت به‌سازی، دارندگان آن در سررسیدهای ماهانه، سالانه و غیره، سود خود را دریافت می‌کنند. سود اوراق مشارکت به‌سازی از محل وصول اقساط گیرندگان تسهیلات پرداخت می‌شود. در صورت عدم پرداخت اقساط از سوی گیرندگان تسهیلات، ضامن موظف است به‌جای آنها اقساط را واریز کند.

### نتایج استفاده از اوراق مشارکت به‌سازی

تبدیل دارایی‌ها به اوراق بهادار از مقوله‌هایی است که باتوجه به مجموعه منافع آن و باتوجه به اینکه باعث آزادسازی بخش قابل توجهی از تسهیلات بانکی می‌شود، می‌تواند نقش مؤثری را در ساماندهی بازار پول و سرمایه کشور ایفا کند. بعضی از مزیت‌های انتشار اوراق مشارکت به‌سازی به صورت زیر است:

1. Best Effort

2. Reymond P. Neveu

3. Net Present Value (NPV)



## نتیجه‌گیری و پیشنهادها

در مقاله حاضر، سه الگوی کلی برای تأمین مالی بخش بهسازی و نوسازی بافت‌های فرسوده را بررسی کردیم. هریک از این الگوها را توضیح دادیم و بر الگوهای استفاده از تشکیل صندوق سرمایه‌گذاری شهرداری، اوراق مشارکت بهسازی و بازار ثانویه شهرداری تأکید کردیم. باتوجه به مفهوم تبدیل دارایی به اوراق بهادار، چگونگی انتشار اوراق مشارکت بهسازی را تشریح کردیم. در پایان نیز نتایج استفاده از این ابزار نوین مالی را در ۵ مقوله بیان کردیم. باتوجه به مطالب ارائه‌شده در این مقاله، پیشنهادهای عملیاتی زیر برای استفاده هرچه بهتر از این اوراق ارائه می‌شوند:

۱. فراهم کردن امکانات لازم برای تأسیس صندوق سرمایه‌گذاری شهرداری در کشور و به‌کارگیری همزمان و موازی این نهاد تأمین مالی با سایر ابزارهای تأمین مالی در بخش بهسازی و نوسازی بافت‌های فرسوده؛
۲. فراهم کردن امکان پذیرش واحدهای سرمایه‌گذاری صندوق‌های سرمایه‌گذاری شهرداری در بورس یا فرابورس، تا از این طریق، نقدشوندگی این واحدهای سرمایه‌گذاری تضمین شود؛
۳. استفاده از مفهوم تبدیل دارایی‌ها به اوراق بهادار برای طراحی اوراق مشارکت بهسازی به‌منظور تأمین مالی بافت‌های فرسوده در صنعت بانکداری (چه دولتی و چه خصوصی)؛
۴. اختصاص کامل منابع حاصل از فروش تسهیلات شهرداری به بخش بافت‌های فرسوده؛
۵. تهیه مقررات و الزام‌های کامل و مشخص برای انتشار این گونه ابزارهای مالی از طریق نهادهای ناظر بر فرایند انتشار اوراق مشارکت بهسازی، یعنی بانک مرکزی و سازمان بورس اوراق بهادار؛
۶. ایجاد زیرساخت‌های اطلاعاتی مناسب از طریق بانک، مانند ایجاد زیرساخت‌های استفاده از سامانه‌های اعتبارسنجی

و رتبه‌بندی اعتباری که در تعیین ریسک و ارزش ریالی تسهیلات نقش مهمی ایفا می‌کند. در واقع، ایجاد چنین زیرساختی باعث می‌شود تا بخش مالی بافت‌های فرسوده در کشورمان به بحران‌هایی که بازارهای مالی جهانی، مانند ایالات متحده آمریکا با آن مواجه شدند، مواجه نشود.

## مرجع‌ها

- بهمی، محمود و غفاری، مهدی. ۱۳۸۵. اصول بانکداری. مؤسسه عالی بانکداری ایران.
- پی‌نو، ریموند. ۱۳۷۶. مدیریت مالی. ترجمه علی جهانخانی و علی پارسائیان. تهران: سازمان مطالعه و تدوین کتب علوم انسانی دانشگاه‌ها (سمت).
- سروش، ابوذر. ۱۳۸۶. «اوراق مشارکت بهسازی ابزاری نوین در تأمین مالی بانک‌ها»، فصلنامه علمی - پژوهشی اقتصاد اسلامی، سال هشتم، ش ۲۹.
- سعیدی، علی. ۱۳۸۸. «اوراق مشارکت رهنی، راهکار تأمین مالی بخش مسکن»، ماهنامه بورس ۸۳، ۲۳-۱۹.
- قانون اوراق مشارکت، مصوب ۱۳۷۷ و اصلاحات پس از آن.
- قانون بازار اوراق بهادار، مصوب ۱۳۸۴.
- قانون مالیات‌های مستقیم، مصوب ۱۳۸۰.
- کمیته تخصصی فقهی سازمان بورس و اوراق بهادار. ۱۳۸۶. صورت‌جلسه بررسی انتشار اوراق مشارکت رهنی. تهران: مدیریت پژوهش توسعه و مطالعات اسلامی سازمان بورس و اوراق بهادار.
- موسویان، سیدعباس. ۱۳۸۶. ابزارهای مالی اسلامی (صکوک). تهران: پژوهشگاه فرهنگ و اندیشه اسلامی.
- هیبتی، فرشاد؛ نیکومرام، هاشم؛ رهنمای رودپشتی، فریدون. بهار ۱۳۸۷. بازارها و نهادهای مالی. چاپ اول. دانشگاه آزاد اسلامی - واحد علوم و تحقیقات.